



▶ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA 오지우

02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 36,000 원

현재주가 (2.14) 25,000 원

상승여력 44.0%

KOSPI	2,704.48pt
시가총액	10,000억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.41%
외국인비중	5.67%
52주 최고/최저가	27,550원/18,300원
평균거래대금	75.6억원

주요주주(%)

한세에스24홀딩스 외 11 인 56.65
국민연금공단 11.64

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.3	19.0	34.0
상대주가	15.9	39.6	53.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,615.0	84.9	-0.3	-6	-65.3	9,945	N/A	1.7	8.3	-0.1	159.2
2020	1,698.3	64.9	44.9	1,123	-306.6	10,534	15.6	1.7	8.9	11.0	142.3
2021P	1,676.3	105.4	69.1	1,728	93.7	11,615	12.7	1.9	8.5	15.6	164.1
2022E	1,963.3	137.2	111.9	2,796	61.8	13,872	8.9	1.8	7.1	21.9	134.5
2023E	2,070.5	148.9	120.2	3,005	7.5	16,289	8.3	1.5	6.2	19.9	113.2

한세실업 105630

4Q21 Review: 훌륭하다

- 4Q21: 매출액 4,731억원(+28%), 영업이익 272억원(+270억원/+17,307%)
- 매출: 달러 강세 & 베트남 재개 & 고객사 확장 → 원화 매출 +28%(달러 +21%)
- 이익: 판가 인상 & 수율 개선 > 원재료비 상승 → 원가율 -3%p
- 실적: 달러 매출 YoY/영업이익 2022E +14%/1,370억 vs. 2015년 +13%/1,420억
- 주가: 최고가/Fwd. PER 27,400원/9.7배 vs. 2015년 70,000원/27.1배 → 적극 매수

4Q21 시장 기대치 상회

한세실업은 2021년 4분기 매출액 4,731억원(+28.3% YoY, 이하 YoY), 영업이익 272억원(+270억원/+17,306.8%, OPM 5.7%), 순이익 199억원(+101.9%; 4Q20 중단사업 합산 기준 성장률)을 기록하면서, 시장 기대치를 웃돌았다.

[4Q21] 매출: 전년동기대비 원화 기준 +28.3%(달러 기준 +21.1%) 늘었다. 환율 강세(4Q21 원/달러 평균 환율 +6.0%)에 베트남 공정 재개가 더해졌다. 주력 거래선 향(Target, Walmart PB) 수주가 견조한 가운데, 신규 거래선(Authentic Brands Group; Carhartt, Forever21 등 보유) 추가 또한 한 둑 했다. **이익:** 예상 대비 선방했다(당사 예상치 대비 +13.5%). 판가 인상과 수율 개선으로, 원재료비 상승 부담을 이겨낸 모습이다(매출원가율 -3.2%).

[1Q22E] 수주(원화 +20.6%, 달러 +13.0%)가 원활한 상황이다. 역기저 부담과 면사 가격 추세를 감안, 감익(영업이익 -10.1%)은 불가피하겠다. 물론, 이연 물량 인식 정도에 따라 추가 상향 가능하다.

투자의견 Buy 및 적정주가 36,000원 유지

업종 내 차선호주로서 적극 매수 접근을 추천한다. 환율 상승과 수주 증가 및 가동 재개까지, 모든 것이 조화롭다. 2022E 달러 매출 성장률로 +14.0%(원화 +17.1%)를 추정, 영업이익은 1,370억원(+30.2%)에 달할 전망이다. 역사적 신고가를 기록한 2015년(평균 46,329원, 10월 6일 최고가 70,000원)과 유사한 실적에도 불구하고, Valuation은 역사적 저점에 위치해 있다(Forward PER: 전일 기준 8.9배 vs. 2015년 27.1배). 중남미(CAFTA 조항 대미 수출 무관세) 추가 증설, 미얀마(GSP 조항 대EU 수출 무관세) 신규 공장 가동을 통한 생산지 다변화 또한 추가 성장 동력이다.

표1 한세실업 4Q21 실적 Review

(십억원, %, %p)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	473.1	368.7	28.3	416.3	13.7	448.9	5.4	444.2	6.5
영업이익	27.2	0.2	17,306.8	17.9	51.9	26.3	3.4	24.0	13.5
순이익	19.9	9.9	101.9	-2.7	-841.1	24.1	-17.4	21.0	-5.0
영업이익률	5.7	0.0	5.7	4.3	1.4	5.9	-0.1	5.4	0.4

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

표2 한세실업 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
매출액 (원화)	347.3	392.1	590.1	368.7	375.6	411.3	416.3	473.1	1,698.3	1,676.3	1,963.3
매출액 (달러)	290.7	321.4	496.8	330.2	337.0	366.8	359.4	399.9	1,439.2	1,464.5	1,669.5
매출총이익	49.2	41.7	90.9	38.6	64.9	67.5	53.0	64.6	136.5	250.0	303.4
매출총이익률	14.2	10.6	15.4	10.5	17.3	16.4	12.7	13.7	8.0	14.9	15.5
영업이익	10.0	1.6	53.1	0.2	29.5	30.8	17.9	27.2	64.9	105.4	137.2
영업이익률	2.9	0.4	9.0	0.0	7.8	7.5	4.3	5.7	3.8	6.3	7.0
순이익	-15.9	8.7	42.2	9.9	21.6	30.3	-2.7	19.9	44.9	69.1	111.9
순이익률	-4.6	2.2	7.1	2.7	5.7	7.4	-0.6	4.2	2.6	4.1	5.7
(% YoY)											
매출액 (원화)	0.4	10.5	16.7	-9.7	8.1	4.9	-29.5	28.3	5.2	-1.3	17.1
매출액 (달러)	-5.4	5.6	17.3	-5.6	15.9	14.2	-27.7	21.1	3.9	1.8	14.0
매출총이익	4.6	-26.3	10.1	-27.6	32.1	62.0	-41.7	67.6	77.0	83.2	21.3
영업이익	7.3	-91.0	29.1	-98.9	195.5	1,796.0	-66.3	17,306.8	-21.8	62.5	30.2
영업이익률	0.2	-4.7	0.9	-3.5	5.0	7.1	-4.7	5.7	-1.3	2.5	0.7
순이익	적전	42.9	112.2	혹전	혹전	246.7	적전	101.9	혹전	53.9	61.8

주: 순이익은 중단사업 포함

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한세실업 12개월 선행 PER



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 마칼롯 12개월 선행 PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	1,615.0	1,698.3	1,676.3	1,963.3	2,070.5
매출액증가율 (%)	-5.7	5.2	-1.3	17.1	5.5
매출원가	1,375.5	1,478.0	1,426.3	1,660.0	1,748.5
매출총이익	239.4	220.3	250.0	303.4	322.0
판매관리비	154.5	155.4	144.6	166.1	173.1
영업이익	84.9	64.9	105.4	137.2	148.9
영업이익률	5.3	3.8	6.3	7.0	7.2
금융손익	-9.6	-5.3	-5.6	-5.8	-6.1
증속/관계기업손익	0.0	0.1	6.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.6	10.7	-9.2	13.9	13.3
세전계속사업이익	58.7	70.4	96.9	145.3	156.1
법인세비용	16.9	-7.6	27.8	33.4	35.9
당기순이익	-17.3	35.7	69.1	111.9	120.2
지배주주지분 순이익	-0.3	44.9	69.1	111.9	120.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	87.9	50.7	87.5	140.9	190.5
당기순이익(손실)	-17.3	35.7	69.1	111.9	120.2
유형자산상각비	39.0	37.0	30.9	32.6	33.3
무형자산상각비	2.6	0.6	0.6	0.6	0.5
운전자본의 증감	2.7	-48.0	-37.4	-15.7	-9.0
투자활동 현금흐름	-15.4	-3.6	-67.7	-37.8	-39.7
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-30.4	-45.1	-36.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	-80.0	16.3	-73.1	-1.5	-0.7
재무활동 현금흐름	-27.0	-31.0	71.2	-53.4	-88.6
차입금의 증감	32.2	-65.9	117.2	-20.2	-19.6
자본의 증가	3.2	0.7	2.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.7	15.0	93.1	49.7	62.3
기초현금	36.1	81.7	96.7	189.8	239.5
기말현금	81.7	96.7	189.8	239.5	301.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	739.7	658.9	769.8	839.7	922.5
현금및현금성자산	81.7	96.7	189.8	239.5	301.8
매출채권	167.3	144.6	153.3	157.9	162.7
재고자산	294.7	221.4	239.1	251.1	261.1
비유동자산	439.8	362.1	457.1	461.5	466.4
유형자산	185.5	133.6	167.2	170.6	175.3
무형자산	7.9	6.8	6.5	5.9	5.4
투자자산	148.5	134.9	214.3	215.8	216.5
자산총계	1,179.5	1,021.1	1,226.9	1,301.1	1,388.9
유동부채	641.0	480.8	612.3	600.8	596.8
매입채무	57.6	47.5	50.3	52.7	55.9
단기차입금	464.0	370.2	498.1	486.1	476.1
유동성장기부채	12.5	10.2	13.5	13.5	13.5
비유동부채	83.5	118.9	150.0	145.5	140.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.5	74.4	61.2	53.2	43.2
부채총계	724.5	599.7	762.3	746.3	737.3
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	55.4	56.1	58.6	58.6	58.6
기타포괄이익누계액	-9.8	-9.4	-15.6	-15.6	-15.6
이익잉여금	350.1	372.5	419.4	509.7	606.4
비지배주주지분	57.2	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	455.0	421.4	464.6	554.9	651.5

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	40,374	42,457	41,906	49,083	51,763
EPS(지배주주)	-6	1,123	1,728	2,796	3,005
CFPS	2,359	3,302	3,054	4,750	5,884
EBITDAPS	3,161	2,562	3,422	4,260	4,568
BPS	9,945	10,534	11,615	13,872	16,289
DPS	500	500	550	600	600
배당수익률(%)	2.9	2.9	2.5	2.4	2.4
(Valuation(Multiple))					
PER	-2,790.3	15.6	12.7	8.9	8.3
PCR	7.3	5.3	7.2	5.3	4.2
PSR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PBR	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5
EBITDA	126.4	102.5	136.9	170.4	182.7
EV/EBITDA	8.3	8.9	8.5	7.1	6.2
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	-0.1	11.0	15.6	21.9	19.9
EBITDA 이익률	7.8	6.0	8.2	8.7	8.8
부채비율	159.2	142.3	164.1	134.5	113.2
금융비용부담률	1.1	0.6	0.7	0.6	2.2
이자보상배율(X)	4.8	6.0	8.8	11.8	3.3
매출채권회전율(X)	8.9	10.9	11.3	12.6	12.9
재고자산회전율(X)	5.5	6.6	7.3	8.0	8.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.28				Univ Out			
2020.04.22	산업분석	Hold	11,000	하누리	6.5	20.5	(원) 48,000 —— 한세실업 —— 적정주가
2020.05.25	산업분석	Hold	12,000	하누리	-3.1	19.6	
2020.08.18	기업분석	Buy	22,000	하누리	-24.4	-13.2	
2020.10.08	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-27.1	-10.8	
2021.04.13	기업브리프	Buy	28,000	하누리	-16.5	-1.6	
2021.05.17	기업브리프	Buy	32,000	하누리	-28.7	-17.0	
2021.10.12	산업브리프	Buy	33,000	하누리	-26.0	-21.1	
2021.11.15	기업브리프	Buy	35,000	하누리	-36.8	-26.9	
2022.01.13	기업브리프	Buy	36,000	하누리	-	-	